

RÉFLEXION

REVUE 2^{ième} TRIMESTRE 2019

www.cristallin.ca

SOMMAIRE

FONDS D'ARBITRAGE AMÉTHYSTE	1
• ÉVÉNEMENTS DE MARCHÉ	1
• TITRES CONVERTIBLES	2
• REVENU FIXE	2
ÉCONOMIE	3
PERSPECTIVES	3

Cette nette reprise nous sert bien, mais comme toujours nous demeurons prudents lorsque nous constatons que des investisseurs commencent à diriger certaines de leurs liquidités excédentaires vers des transactions M&A.



ans de passion et de rendement
years of passion and performance

GESTIONNAIRE CANADIEN DE FONDS
ALTERNATIFS, DEPUIS 1998

1002, rue Sherbrooke O
Bureau 2110
Montréal (Québec)
Canada H3A 3L6

TÉL. +1 514 284 0248
info@cristallin.ca

FONDS D'ARBITRAGE AMÉTHYSTE

Les accidents sur les marchés financiers ne sont pas tous évitables. Certaines situations ont testé notre résilience au cours du dernier trimestre. Mais une fois de plus, une bonne diversification de l'ensemble du portefeuille et une attention quotidienne aux possibilités d'arbitrage nous ont permis d'obtenir un résultat à tout le moins correct.

ÉVÉNEMENTS DE MARCHÉ

Nous avons depuis quelques mois l'impression que les facteurs favorisant l'activité de fusions et acquisitions étaient réunis, et nous avons raison. En effet, grâce à l'abondance des liquidités et à la grande facilité d'obtenir du crédit dans le contexte d'une économie plutôt robuste, de nombreuses nouvelles transactions ont été annoncées. Nous avons participé à 33 d'entre elles. Cette nette reprise nous sert bien, mais comme toujours nous demeurons prudents lorsque nous constatons que des investisseurs commencent à diriger certaines de leurs liquidités excédentaires vers des transactions de fusions et acquisitions.

Malgré le grand nombre d'occasions offertes, les marges sont demeurées relativement serrées. Comme plusieurs transactions en cours ont clôturé pendant le trimestre, de nombreux investisseurs disposant de liquidités excédentaires pourchassaient les mêmes occasions afin de réinvestir leurs capitaux.

Une mauvaise surprise

Le trimestre était bien amorcé, mais un de nos placements nous réservait une mauvaise surprise qui allait annihiler la performance du mois de mai. La société BBX Capital Corporation, établie à Fort Lauderdale, en Floride, annonçait le 22 mai qu'elle retirait son offre d'achat visant les 10 % d'actions de Bluegreen Vacations Corporation qu'elle ne détenait pas déjà. Comme cette transaction semblait comporter très peu de risques, nous avons accumulé une position intéressante. Malheureusement, lorsque Bass Pro Shop, l'un des principaux distributeurs de Bluegreen Vacations, a annoncé qu'elle annulait son partenariat avec cette dernière, BBX a retiré son offre, et le cours de l'action de Bluegreen a alors rapidement perdu la moitié de sa valeur. Peu après, Bluegreen et Bass Pro ont conclu une entente qui a permis au titre de rebondir, diminuant ainsi nos pertes.

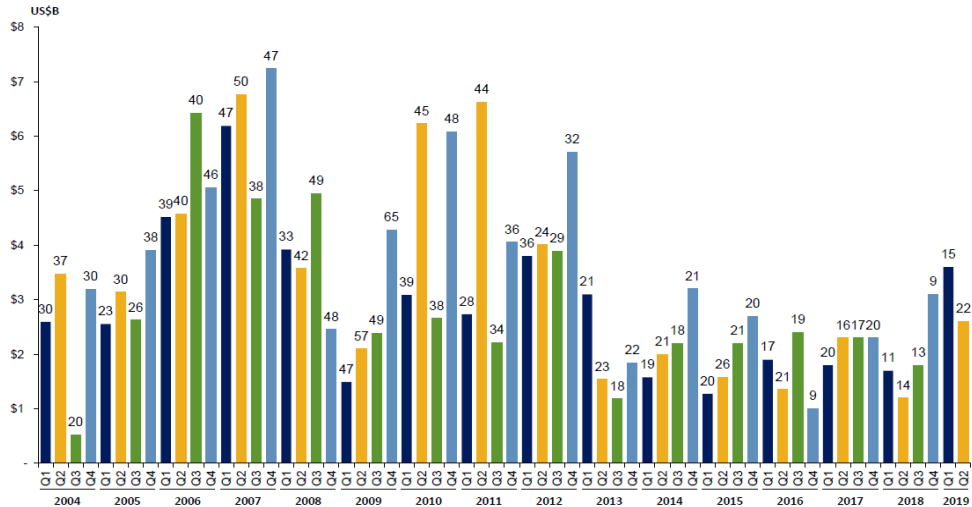
Nous sommes bien conscients qu'il y aura toujours un certain nombre de transactions qui avorteront de cette façon. Grâce à la diversité de nos positions et à une gestion adéquate du risque, nous réussissons à limiter leur impact négatif sur l'ensemble du portefeuille. Bien que le rendement du trimestre pour ce segment a été en deçà de notre objectif, nous prévoyons que le nombre de nouvelles transactions qui se présenteront, ainsi qu'une volatilité élevée de ensemble du marché nous fournirons de nombreuses occasions intéressantes.

TITRES CONVERTIBLES

Nous avons été actifs durant le trimestre dans la négociation d'obligations liées à des opérations de fusions et acquisitions, ce qui a permis d'ajouter environ 60 points de base au rendement du Fonds au deuxième trimestre. Nous avons détenu jusqu'à 21 positions durant le trimestre. Une seule s'est soldée par une perte, d'ailleurs très légère.

DE juillet 1998 à juin 2019	REND. ANNUALISÉ (%) <i>net de tout frais</i>						Volatil.	Correl.	% mois > 0	Ratio Sharpe
	1 an	3 ans	5 ans	10 ans	15 ans	Créat.				
Fonds d'Arbitrage Améthyste	2.4%	4.2%	4.2%	6.3%	7.4%	8.0%	7.6%	-	74%	0.76
HFRI - Global Fund Weighted	1.6%	5.1%	3.0%	4.7%	4.8%	6.1%	6.6%	0.42	67%	0.58
S&P/TSX Composite (TR)	3.9%	8.4%	4.7%	7.8%	7.4%	6.5%	14.5%	0.44	62%	0.29
EAFE World Equity (TR)	-1.9%	6.1%	-0.5%	3.9%	2.5%	1.6%	16.5%	0.41	56%	-0.04
FTSE CAN Long Term Bond	11.4%	4.4%	21.8%	10.8%	7.3%	7.0%	6.8%	0.03	61%	0.69

Transaction Value & Number of Deals



Dans l'ensemble, notre portefeuille d'obligations convertibles a fourni un bon rendement pour le trimestre : nous avons encaissé nos coupons d'intérêt tout en tirant profit de la volatilité de nos positions de couverture sur les actions sous-jacentes.

Toutefois, l'une de ces positions est venue tronquer une partie de nos gains. Il s'agissait pourtant d'une société bien capitalisée. Mais elle a été victime de l'écroulement du prix de la marchandise sur laquelle portent ses activités. Elle ne pourra s'en remettre sans une restructuration majeure qui risque de laisser peu de valeur à la structure du capital. Des positions de couverture ont toutefois pu préserver une bonne partie de notre capital investi, mais en bout de ligne, il nous a fallu inscrire cette position à sa valeur au marché. Tout n'est pas encore joué, mais nous gardons peu d'espoir d'une récupération substantielle.

Performance étonnante

De manière un peu étonnante, nos positions sur des obligations convertibles profondément dans le cours qui normalement agissent comme des options de vente se sont appréciées malgré une tendance nettement haussière des marchés boursiers aux États-Unis. Nous nous serions attendus à subir une perte dans ce type de marché, mais les primes de ces options ont augmenté en raison de la présence dominante des acheteurs.

Au Canada, nous continuons d'être très attentifs à la qualité du crédit en recherchant des titres offrant une bonne valeur et présentant une relation asymétrique entre le prix de l'obligation et le cours de l'action sous-jacente. De plus, nous nous efforçons de diversifier autant que possible nos investissements entre les différents secteurs industriels afin de ne pas être trop exposés à un secteur dont le cycle s'inverserait

REVENU FIXE

De fortes anticipations de baisses de taux d'intérêt de la Réserve fédérale américaine (Fed) et une

attitude plutôt conciliante de la majorité des grandes banques centrales ont marqué le marché des titres à revenu fixe au cours du dernier trimestre et ont permis la poursuite des baisses de taux obligataires. Dans leur sillage, ces baisses ont modifié le tracé des courbes de rendement et ont permis aux écarts de crédit de se contracter, surtout au cours des dernières semaines du trimestre.

Au Canada, la courbe de rendement s'est aplatie à un moment où les données économiques favorables dans l'ensemble soutenaient les taux d'intérêt à court terme et pendant que baissaient les taux des obligations à échéance de 5 ans et plus. C'était tout le contraire aux États-Unis, où la pente de la courbe de rendement s'est accentuée devant les anticipations de baisses de taux par la Fed, lesquelles ont causé une forte demande pour les titres à court terme.

Prise de profits sur les écarts de crédit

La forte impression que la Fed est susceptible d'abaisser les taux d'intérêt plus d'une fois d'ici la fin de l'année a fait souffler un vent d'optimisme sur les investisseurs, qui ont favorisé l'ensemble des actifs à risque en Amérique du Nord. À la suite d'une poussée notable en juin, les écarts de crédit étaient plus serrés à la fin du trimestre qu'au début. Nous avons profité de cette compression des écarts pendant les dernières semaines de juin pour encaisser des profits. Le moment nous semblait approprié pour réduire notre exposition au crédit étant donné que les écarts étaient de retour dans la zone historique dispendieuse, soit entre 0,5 et 1,5 écart-type. Ces opérations se sont soldées par une contribution positive aux résultats du trimestre. Nous détenons maintenant une position à découvert sur le crédit.

Quant à notre positionnement sur la durée, nous détenons une position longue depuis le mois de novembre dernier. Encore une fois ce trimestre, cette activité a fourni un rendement positif. Étant donné que le discours des banques centrales penche de plus en plus vers un assouplissement des politiques monétaires, nous maintenons le

*Au Canada,
nous continuons d'être
très attentifs à la qualité
du crédit en recherchant
des titres offrant une
bonne valeur et
présentant une relation
asymétrique entre le prix
de l'obligation et le cours
de l'action sous-jacente.*

Écarts de crédit 5 ans provinciaux



statu quo et conservons nos positions pour le moment.

Alors que nos activités d'arbitrage sur titres à revenu fixe ont fourni dans l'ensemble une contribution positive aux résultats du trimestre, celles sur la courbe de rendement ont connu un résultat moins heureux. Nos positions longues sur les obligations canadiennes contre les obligations américaines sur l'ensemble de la courbe, ainsi que celles qui visaient sur un aplanissement de la courbe sur le marché canadien, ont contribué à une légère perte. Toutefois, nous ne changeons pas d'opinion quant à la pertinence de ces positions, et nous les maintenons pour l'instant.

La prudence fait partie de notre discours depuis quelques trimestres, et elle demeure bien d'actualité. Nous maintenons notre perte maximale potentielle (ou VAR, pour value at risk) dans la partie inférieure de notre fourchette historique.

ÉCONOMIE ET MARCHÉS FINANCIERS

L'état de l'économie

La croissance économique mondiale se poursuit, mais à un rythme moins rapide. Alors qu'elle atteignait 4 % en 2017, elle ne sera que de 3,3 % cette année selon les estimations du Fonds monétaire international. Aux États-Unis, la croissance du deuxième trimestre n'égalera probablement pas celle de 3,1 % du premier trimestre et se situera vraisemblablement autour de 2 %. Au Canada, la croissance atteint environ 1,5 % grâce à un regain survenu après la faiblesse du premier trimestre.

Les incertitudes entourant l'avenir des échanges commerciaux entre les États-Unis et la Chine demeurent entières. Après un arrêt complet des discussions en mai, celles-ci semblent en voie d'être relancées à la suite de la réunion du G20 en juin. Dans ce dossier, à chaque jour suffit sa peine, et bien malin qui peut prédire le dénouement. D'autant que les humeurs du président américain ne semblent pas impressionner les hauts dirigeants chinois, qui acceptent difficilement de se faire dicter une ligne de conduite.

Parmi les indicateurs consultés par les participants aux marchés financiers, il y a celui de la Réserve fédérale de New York qui établit la probabilité d'une récession aux États-Unis d'ici les douze prochains mois. L'institution chiffre ces chances à 30 % actuellement. Bien que ce risque semble encore assez faible, il a toutefois augmenté sensiblement puisqu'il se situait plutôt dans la région des 15 % au cours des années précédentes.

Le changement de direction de la Fed

Au sortir de la réunion de la Fed du 19 décembre dernier, la médiane des projections des membres de la Fed indiquait que l'institution allait probablement procéder à deux hausses du taux cible des fonds fédéraux en 2019, suivie d'une autre hausse en 2020. Quelques semaines plus tard, le président de la Fed, Jerome Powell, changeait son fusil d'épaule : il n'en était plus question. En fait, l'activité actuelle sur les marchés financiers suggère même que la banque centrale américaine procédera plutôt à deux baisses de taux d'ici la fin de l'année. Les nouveaux sommets historiques atteints par les marchés boursiers américains semblent être une conséquence directe de ce changement de cap de la Fed.

PERSPECTIVES

Un excès injustifié précède généralement une crise

Une méconnaissance du fonctionnement économique, et peut-être un peu mauvaise foi, place le président des États-Unis en conflit direct et ouvert avec le président de la Fed quant à la gestion de la politique monétaire américaine. La volonté du locataire de la Maison-Blanche de voir baisser les taux d'intérêt vise de toute évidence à susciter un climat économique qui favorisera sa réélection en novembre 2020. L'absence d'inflation lui permet de crier à qui veut bien l'entendre que les taux d'intérêt sont trop élevés. Le président de la Fed ne semble pas vouloir le défier sur cette assertion.

La mondialisation et l'informatisation ont permis depuis plusieurs années de freiner toute poussée à la hausse des prix à la consommation. D'abord,

D'autant que les humeurs du président américain ne semblent pas impressionner les hauts dirigeants chinois, qui acceptent difficilement de se faire dicter une ligne de conduite.



la mondialisation a permis aux citoyens des pays développés d'acheter des biens fabriqués à bien meilleurs coûts dans les pays moins développés. Mais aussi, l'évolution technologique a permis aux prix des ordinateurs et des robots de chuter drastiquement alors que leur puissance ne cessait de s'accroître. Résultat : grâce au commerce en ligne, les consommateurs sont à même de comparer les prix et d'opter pour les biens offrant le meilleur rapport qualité/prix. L'effet de ces pratiques sur l'inflation est indéniable. Le taux d'inflation sur les biens se maintient à 1 %, alors que celui sur les services, moins soumis à la concurrence internationale, est de 3 %.

Mais dans cette rhétorique d'absence d'inflation, le président Trump pourrait devenir lui-même son pire ennemi. Dans les faits, en jouant la guerre des tarifs, il s'avère être un farouche adversaire à la mondialisation. Les tarifs ne peuvent qu'entraîner de l'inflation. De plus, les réductions d'impôts dans un contexte de plein emploi risquent fort de provoquer à la longue une augmentation des salaires et des coûts.

Le jour où les premiers signes d'inflation se manifesteront, l'euphorie sur les marchés boursiers et obligataires pourrait bien prendre fin brusquement. Difficile de prédire le moment exact, mais ce qui est probable sinon certain, c'est que la chute des marchés sera brutale.

Gare aux tensions avec l'Iran

Sur la scène géopolitique, plusieurs facteurs retiendront l'attention au cours du prochain trimestre. Et au premier plan, la situation de l'Iran. Les incidents mettant en cause le trafic maritime dans le détroit d'Ormuz, par où transite le pétrole provenant du golfe Persique, se multiplient. La stratégie américaine demeure plus confuse que jamais depuis que le président Trump a annulé à la dernière minute, il y a quelques semaines, les frappes ciblées sur l'Iran que lui suggéraient pourtant ses conseillers militaires. Du côté de Téhéran, on ne semble pas vouloir se laisser impressionner, du moins si l'on se fie aux propos du président Rohani.

Il y a aussi la question budgétaire en Europe. L'Italie demeure au centre des tensions, bien qu'une ouverture du gouvernement en place soit venue récemment atténuer légèrement les tensions. Et bien sûr, le Brexit. Que nous réserve le nouveau premier ministre Boris Johnson ? Chose certaine, ce sera à suivre.